

# 管理者过度自信与公司融资行为研究综述

厦门大学管理学院 黄莲琴

【摘要】过度自信是人类最为常见的心理特征之一。本文从管理者过度自信的度量指标、管理者过度自信与公司融资行为和公司价值的关系等方面进行文献梳理、评述,并对该领域未来研究的方向进行了展望。

【关键词】非理性 管理者过度自信 融资

## 一、引言

行为金融学修正了理性人假设的观点,认为现实投资者在认知过程中存在各种偏差,并受各自的情绪、情感和偏好等心理因素的影响,使之无法以理性人方式作出无偏估计。行为金融学及管理决策行为的研究推动了行为公司财务的兴起。行为公司财务从两个视角研究代理人的非理性对公司财务决策的影响:一是假设投资者非理性,将公司管理者的财务行为看成是对证券市场定价偏差现象的理性反应,如市场择机理论、迎合理论等,仍隐含假设管理者是理性的;二是假设投资者是理性的,研究管理者非理性(行为偏差)对公司财务决策的影响。Shefrin(2007)指出,偏差、直接推断与框架效应等三类心理现象妨碍管理者对传统财务方法的最优运用,导致管理者作出损害公司价值的决策,产生高昂的决策成本。因为当管理者面对风险进行抉择时,导致他们作出不当财务决策的主要是心理偏差因素,如过度自信、过度乐观、证实偏差和控制幻觉等;而管理者对直接推断的信赖性和对框架效应的敏感性会使管理者作出损害公司价值的错误决策。

Heaton(2002)认为,管理者的非理性源于套利限制与学习法则的有限性,而企业内部的激励机制或企业文化可能会助长管理者的非理性。管理者非理性的主要内容包括:过度自信和乐观、有限理性、参考点偏好、从众行为、后悔厌恶与双曲线折扣等。近几年,国外学者开始研究管理者非理性对公司财务决策的影响,研究视角主要是管理者过度自信和乐观,并取得了一定的成果。而我国学者对管理者非理性的研究则刚刚起步。

## 二、管理者过度自信的度量指标

过度自信是指由于受到诸如信念、情绪、偏见和感觉等主观心理因素的影响,人们往往过于相信自己的判断能力,高估自己成功的概率和私人信息的准确性。过度自信可以说是人类最为常见的心理特征之一。研究表明,人们在决策时存在着过度自信倾向,主要表现为优于平均水平、估计事件发生的概率不准确、置信区间狭窄、自我归因偏差等。

Baker、Ruback 和 Wurgler(2007)指出,对行为公司财务的两个研究视角进行比较而言,管理者的非理性行为影响公司财务决策的相关研究相对滞后,其主要原因是缺乏有效衡

量管理者非理性的替代指标。根据对相关文献的梳理,目前度量管理者过度自信的替代指标主要有以下几种:

1. 根据管理者的行为来判断。一是管理者的股票期权或股票持有量。Malmendier 和 Tate(2005)根据管理者的行为(优于平均水平)来判断其是否过度自信。作为报酬,CEO 持有大量公司股票和股票期权,他们无法通过交易所持有的股票期权或出售公司股票来对冲风险,为了分散、规避风险,如果给定足够高的股票价格,CEO 会尽早行权。Malmendier 和 Tate 根据这一思路构建了管理者过度自信的三个度量指标:计算出在行权期内 CEO 应当行权的最小溢价百分数(67%)的标准,如果 CEO 较标准的行权时间推迟行权,或 CEO 对公司未来的业绩乐观则会一直持有股票期权至期满(典型为 10 年),或 CEO 习惯性增加公司股票的持有量,满足其中一条,则将 CEO 划分为过度自信。

二是管理者盈余预测。Hribar 和 Yang(2007)发现,过度自信增加了管理者在自愿披露盈余预测方面的乐观偏差,导致过于乐观的盈余预测。Lin、Hu 和 Chen(2005, 2008)根据管理者盈余预测来判断管理者是否过度自信。如果 CEO 对未来的结果是乐观的,他们更可能提供向上偏误的预测;如果 CEO 向上偏误预测的次数多于向下偏误预测的次数,就视其为过度乐观。

三是并购次数。Aktas、Bod 和 Roll(2006)认为,如果一个管理者进行多次收购,则可能体现出他的某种心理状态,即他可能高估收购的收益,低估收购的风险。因此,将进行过两次以上收购活动的管理者视为过度自信。吴超鹏、吴世农和郑方镛(2008)根据“首次并购成功与否”来判断管理者是否过度自信。

2. 根据管理者的身份来判断。Barros 和 Silveira(2007)认为,如果 CEO 是企业的创办者,则会表现出更显著的行为偏差(过度乐观和自信)。如果 CEO 或董事会主席是企业的创办者或继承人,或持有 50%以上的股权,则视为过度自信。同时以 CEO 的股票持有量来进行稳健性检验。

3. 根据外界的评价来判断。Malmendier 和 Tate(2005)以商业期刊对 CEO 的描述评价作为管理者过度自信的度量指标。构建一个过度自信的虚拟变量,如果 CEO 更多地被商业

期刊描述为 confident and optimistic ,则该虚拟变量为 1 ;如果 CEO 更多地被描绘成 reliable ,cautious ,conservative ,practical ,frugal ,or steady ,则该虚拟变量为 0。Deshmukh, Goel 和 Howe (2008)等研究均采用这种方法度量管理者过度自信。

4. 以消费者情绪指数或企业景气指数来度量。Oliver (2005)以消费者情绪指数来衡量管理者过度自信。余明桂、夏新平和邹振松(2006)以国家统计局公布的企业景气指数作为度量管理者过度自信的替代变量,并以上市公司年度业绩的乐观预告是否变化来进行稳健性检验。

笔者认为,根据管理者的行为判断其是否过度自信来设计度量指标应该是一种较好的方式。这是因为,根据管理者的身份来判断的方法不太主观,因为 CEO 或董事会主席虽是企业的创办者或继承人,但不一定会表现出过度自信。以消费者情绪指数或企业景气指数来衡量管理者过度自信,研究结果可能会产生偏差,因为管理者对企业的预期与消费者对经济状况的预期以及管理者对行业生产经营状况的判断与预期存在一定的差异。

### 三、管理者过度自信与外源融资行为

Roll(1986)最早提出了管理者非理性问题。他针对并购时目标公司出现的溢价问题进行研究,首次提出了傲慢(狂妄自大)假说,将管理者过度自信引入公司并购中,指出并购活动并不会为整个经济带来总体收益,仅仅是并购者对并购的协同效应过于自信,从而可能出现出价过高的现象。Heaton (2002)认为,可以用管理者乐观假设来解释融资优序理论。Malmendier ,Tate 和 Yan (2006)的实证研究支持了 Heaton (2002)的理论分析,因为过度自信的管理者认为市场低估公司的价值,外部融资特别是权益融资代价过高。实证研究显示,过度自信的管理者进入外部资本市场(包括债务市场)都比较保守。

Hackbarth(2004)的研究表明,过度自信的管理者并不遵循融资优序理论,倾向于选择更高的债务水平,更频繁发行债券,导致债务期限更短。而 Ben David 等(2007)发现,过度自信的 CFO 倾向于承担更多的债务,且主要是长期债务,这与 Hackbarth(2004)的结论不太一致。余明桂等(2006)研究发现,管理者过度自信与资本结构、债务期限结构正相关,证明了管理者过度自信会导致企业采取激进的债务融资策略,与 Hackbarth(2004)的结论是一致的。

Oliver(2005)对美国具有 25 年以上历史的企业进行实证检验发现,管理者信心在解释公司融资决策方面具有显著的相关性,公司的负债水平随着管理者自信程度的增强而提高。Barros 和 Silverira (2007)以巴西上市公司为样本进行研究,发现管理者信心是公司资本结构的重要影响因素,管理者过度自信与杠杆比率正相关。

综上所述,管理者的自信程度与公司的债务水平正相关,但其与债务期限结构之间的研究结论以及过度自信的管理者是否遵循融资优序理论尚存在争议。这可能缘于各国融资机制、公司的治理结构迥异。因此,管理者过度自信假设能否解释我国上市公司的融资“异向”,有待于融资优序理论与权衡

理论的比较检验。

### 四、管理者过度自信与内源融资行为

股利政策实质上是公司的内源融资策略之一,Ben David 等(2007)发现,过度自信的 CFO 较少发放股利。同样,Deshmukh 等(2008)的研究也发现,由过度自信的 CEO 管理的公司支付的股利更少,这与过度自信的管理者较少发放股利以便利用内部资金进行投资的假设是一致的。同时,他们进一步的研究发现,高、低成长性公司之间所支付的股利差异较小;由于 CEO 的过度自信导致股利支付减少的问题在低成长性、低现金流、高信息不对称的公司中更为明显,即管理者的过度自信使股利支付与现金流之间的正向关系、股利支付与信息不对称之间的负向关系更显著;市场对于股利增加的正面宣告反应强度比较低,即股利增加意味着 CEO 的过度自信程度较低。

### 五、管理者过度自信与公司价值

Gervais ,Heaton 和 Odean(2005)的研究发现,管理者过度自信能增加公司价值。Hackbarth(2004)的研究表明,管理者过度自信的特征对公司价值具有正面作用:因为较高的债务水平限制管理者转移资金,通过减少管理者与股东的冲突而增加公司价值;尽管较高的债务水平影响了投资,但通过减少债权人与股东之间的冲突,过度自信的管理者的投资决策能增加公司的价值。Fairchild(2006)通过构建两个模型综合考虑了管理者过度自信、信息不对称与道德风险对公司融资决策的影响。在信息不对称模型中,管理者过度自信导致了债务的过度使用,使公司价值降低;在道德风险的模型中,管理者过度自信的作用是不确定的,其通过诱导管理者努力工作产生积极作用,然而也会导致债务的过度使用与较高的预期破产成本。

综上所述,管理者过度自信与公司价值的关系研究多为理论模型推导,较少有实证研究。从学者们的理论模型研究结论看,两者的关系不明确,这意味着管理者过度自信对公司价值的影响可能存在一个临界点。但如何寻求该临界点、如何通过实证研究使上述理论模型得以验证有待探索。

### 六、启示

1. 合理设计管理者过度自信的度量指标。鉴于我国的相关制度背景与上市公司实际情况,可以采用管理者持股变动情况与管理者盈余预测两种方法来设计管理者过度自信的度量指标。这是因为,虽然我国上市公司实施股票期权计划已有章可循,但是实施管理者股票期权激励计划的上市公司数量少,故无法采用股票期权方式来度量管理者过度自信。但是我国管理层持股计划已于 1999 年相继展开,原先的《公司法》规定,高管人员所持股票只能在离职或退休半年后才能上市流通。修订后的《公司法》规定,自 2006 年 1 月 1 日起,上市公司董事、监事和高级管理人员可以转让其持有的公司股份(但在任职期间每年转让的份额不得超过其所持股份总数的 25%),这意味着上市公司管理层可以在二级市场自由买卖本公司股票。因此,可借鉴 Malmendier 和 Tate 的思路,如果管理者仍然选择继续持有或增加持有本公司股份(不包括公司的送股、

# 纳税筹划中几个有用的边界点

南京石城税务师事务所 徐传超

【摘要】本文介绍了增值税纳税人身份选择、企业组织形式选择、工资薪金所得和劳务报酬所得转化等的纳税筹划边界点,以期对实务人员有所帮助。

【关键词】增值税 组织形式 转化 边界点

## 一、增值税纳税人身份选择的边界点

增值税一般纳税人以增值率为计税基础,而小规模纳税人则以不含税收入为计税基础。从这两种计税原理来看,在销售价格相同的情况下,纳税人税负的高低主要取决于增值率的大小。一般来说,对于增值率高的企业适宜选择作为小规模纳税人,而对于增值率低的企业适宜选择作为一般纳税人。因此可以对增值率进行分析以找到使两种纳税人的税负相同的边界点,通过这一边界点就可以合理作出纳税人的身份选择。

增值率=征收率÷增值率,代入具体税率测算增值率:当增值税税率为17%、征收率为3%时,增值率=3%÷17%=17.65%;当增值税税率为13%、征收率为3%时,增值率=3%÷13%=23.08%。这说明,当增值率为17.65%或23.08%时,一般纳税人和小规模纳税人的税负相同;当增值率低于17.65%或23.08%时,小规模纳税人的税负重于一般纳税人,此时适宜选

择作为一般纳税人;反之,当增值率高于17.65%或23.08%时,一般纳税人的税负高于小规模纳税人,此时适宜选择作为小规模纳税人。

通过一般纳税人与小规模纳税人边界点增值率的推算可以看出,当企业的规模处在小规模纳税人标准边界点即50万元或80万元时,就有必要对增值率进行测算,从而合理选择纳税人身份。当然,企业在进行纳税人身份选择时还应具体考虑企业产品的性质及客户的要求。

## 二、企业组织形式选择的边界点

现行企业所得税税率为25%,对符合条件的小型微利企业减按20%的税率征收企业所得税。个人独资企业、合伙企业适用《个人所得税法》,依照“个体工商户的生产、经营所得”项目计征个人所得税,适用5%~35%的超额累进税率。

纳税人可以根据自身的实际情况,通过测算边界点来作

配股)则视为管理者对公司前景充满确定的信念以及对个人能力抱有乐观的态度,因此,以管理层自愿持股变动情况来设计管理层过度自信的衡量指标。同时,我国上市公司的盈余预告披露是以强制性披露为主、自愿性披露为辅,因此,可以采用管理者盈利预测与实际对比的方法来度量管理者过度自信。

2. 拓宽研究视角,进行系统研究。一是根据信息不对称模型、委托代理模型、理性管理者学习假说及管理者过度自信假说,结合公司财务目标,构建管理者过度自信与融资决策之间关系的理论模型,从规范和实证两个方面研究管理者过度自信的最适点及其与公司融资行为之间的关系。二是现有研究的视角主要集中在单个高层管理者(CEO、CFO等)的过度自信问题。由于我国企业领导者个人影响力未必像西方国家企业那样显著,企业作出的投融资等重大项目的决策一般都是群体智慧的结晶,因此,可以从管理层(企业决策群体)视角,研究其他高管人员、董事、监事是否也存在过度自信及管理层的过度自信是否影响公司财务行为等。三是研究管理者过度自信与公司价值的互动机理。现有文献主要研究管理者过度自信是否影响公司的融资决策与公司价值,但管理者过度自信最终如何通过影响公司的融资决策来影响公司价值的

研究较少,同时对管理者过度自信如何影响公司融资行为、公司价值的机理鲜有研究。

3. 进一步深化研究。目前的研究结论尚存争议,对公司财务行为的研究仅涉及表象,如融资的顺序、负债期限结构等。未来应该从管理者过度自信视角深层次地探究公司资本结构的动态调整、不同财务杠杆效应的检验及主要原因。同时,应该着眼于研究管理者其他的行为偏差(如有限理性、参考点偏好、从众行为、后悔厌恶等)对公司财务行为的影响,并将管理者非理性与投资者非理性相结合,如将管理者过度自信假设与市场择机理论、迎合理论相结合,研究它们对公司融资行为与公司价值的影响。

【注】本文系福建省社会科学规划项目(编号:2008B2028)的阶段性研究成果。

## 主要参考文献

- 赫什·舍夫林著,郑晓蕾译.行为公司金融——创造价值的决策.北京:中国人民大学出版社,2007
- 吴超鹏,吴世农,郑方镭.管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究.管理世界,2008;7
- 余明桂,夏新平,邹振松.管理者过度自信与企业激进负债行为.管理世界,2006;8